

我国杠杆收购融资的法律困境与出路

岳振宇

(厦门大学 法学院, 福建 厦门 361005)

摘 要: 杠杆收购的核心是收购方运用财务杠杆加大负债融资比例收购目标公司的股权。在杠杆收购的融资结构中, 银行贷款居首, 其次为垃圾债券、可转换债券等夹层资本, 最后是股权资本。然而, 我国的杠杆收购面临着银行贷款、“过桥贷款”、垃圾债券、优先股和认股权证等融资渠道不畅通的法律困境。我国杠杆收购融资的出路, 短期在于在现有的法律框架下寻求变通措施, 长远则在于完善我国的融资法律制度。

关键词: 杠杆收购; 融资; 法律困境; 出路

中图分类号: DF438

文献标识码: A

文章编号: 1007 - 788X(2010)03-0149-08

杠杆收购(Leverage Buyout, 简称为 LBO) 是 20 世纪 60、70 年代产生于美国的一种企业收购方式, 其核心在于收购方运用财务杠杆加大负债融资比例收购目标公司的股权。在杠杆收购中, 首要的是举债融资的问题, 举债的难易程度直接决定着杠杆收购的成功与否。由于这种新型收购方式有利于加速产业整合, 活跃资本市场, 促进企业优胜劣汰, 改善企业经营管理, 故其产生后便迅速发展, 很快成为风靡全球的收购方式。近年来, 随着我国市场经济的发展, 企业间的兼并收购活动日益增多, 大型企业集团纷纷通过资本运作的手段实现超常规发展。杠杆收购作为一种新型企业收购方式, 正在越来越多地引起我国理论界和实务界的广泛关注。这一源于西方国家的收购方式需要什么样的融资制度, 在我国实施面临哪些法律困境, 是我国大力发展杠杆收购必须面对的问题。本文从法学视角分析杠杆收购融资在我国面临的困境, 并探讨采取何种对策解决杠杆收购的融资问题, 以期对推动我国的杠杆收购有所裨益。

一、杠杆收购的基本原理与融资模式

(一) 杠杆收购的基本原理

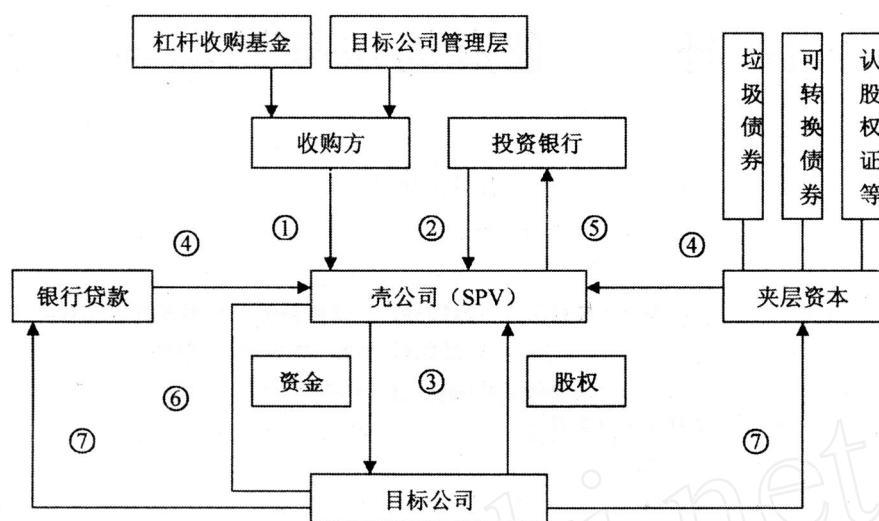
杠杆收购是收购方以目标公司的资产和未来的现金流做抵押, 以债务资本为主要融资工具, 收购目标公司的股权, 然后通过目标企业的资产进行重组、运营并以获得的收益偿还负债的资本运作方式。杠杆收购的实质在于举债收购, 更通俗的说法是用别人的钱购买公司, 然后通过整合以更高的价格将其卖出去以获利。^[1] 与其他收购方式相比, 杠杆收购最大的不同在于其高杠杆化, 即收购方运用财务杠杆加大负债融资比例, 以较少的股本投入获得数倍的资金, 对目标公司进行收购、重组, 使其产生较高的赢利能力之后, 再俟机出售, 偿还债务并获取利润。^[2]

在杠杆收购中, 出于规避风险及交易便捷的考虑, 收购方一般不会直接以自身为收购主体, 而是先成立一家专门用于收购的“壳公司”, 即特殊目的机构(SPV), 并向其注入少量自有资金。再由投资银行向该“壳公司”提供一笔“过桥贷款”(Bridge Loan) 用于购买目标公司的股权, 取得成功后, 以这家“壳公司”的名义进行贷款和发行债券, 以偿还投资银行的债务, 然后将“壳公司”与目标公司合并, 将因收购的负债转移到目标公司名下, 再通过经营目标公司偿债、获利。^[3] 杠杆收购的一般操作流程见图 1:

收稿日期: 2009 - 11 - 23

作者简介: 岳振宇(1980 -), 男, 河南信阳人, 厦门大学法学院经济法专业博士生, 主要研究方向为金融法学。

“过桥贷款”又称“搭桥贷款”, 是一种短期过渡性贷款, 通常是指企业在获得较为复杂的中长期贷款前, 由投资银行等中介机构为满足其正常运营的资金需要而提供的短期融资。“过桥贷款”是使市场时机直接资本化的一种有效工具。



收购方成立壳公司（SPV）并注资
 投资银行向壳公司注入“过桥贷款”
 收购目标公司股权
 壳公司融资（以目标公司资产抵押向银行贷款、发行债券等）
 偿还“过桥贷款”
 收购方与目标公司合并
 经营目标公司偿债、获利

图 1. 杠杆收购流程图

杠杆收购是一项高度复杂的交易活动,单靠企业自身的力量无法进行,必须要有投资银行的参与和配合。投资银行的作用主要体现在提供“过桥贷款”及协助收购方发行垃圾债券(Junk Bond)上。杠杆收购通常是由投资银行安排自有资金作为“过桥贷款”,再由投资银行为收购方设计和承销具有高风险性质的垃圾债券作为偿还“过桥贷款”的来源,因此以投资银行为中介的“过桥贷款”安排和垃圾债券发行成为杠杆收购的关键。^[4]

在杠杆收购中,垃圾债券、可转换债券(convertible bond)、优先股(preferred stock)等融资工具扮演着重要的角色,但这些融资工具都严重依赖于资本市场的发展。首先,资本市场应允许企业以这些金融工具进行筹资,有相应的市场环境和制度安排;其次,这些金融产品必须依赖资本市场进行流通,资本市场应为这些产品的交易提供便利;最后,资本市场中要有进行杠杆收购的大环境,形成对杠杆收购的信任预期,只有如此,杠杆收购的融资才能顺利进行。^[1]因此,杠杆收购融资必须以发达的资本市场为运作基础,成熟的资本市场制度是杠杆收购顺利进行的重要保证。

(二) 杠杆收购的融资模式

无论是杠杆收购还是其他收购方式,首要的都是融资问题。从国际通行的收购融资模式来看,主要有内部融资和外部融资。内部融资是指收购方以自身积累的资本进行收购支付。外部融资是指收购方向企业外的市场主体筹措资金进行收购支付。外部融资又可分为债务性融资、权益性融资和混合性融资。^[5]债务性融资是指收购方通过举债的方式筹措收购所需的资金,融资工具主要包括向银行贷款和向社会发行债券等。权益性融资是指通过发行股份的方式筹措收购所需的资金,融资工具主要有普通股(Ordinary share)、优先

垃圾债券又称劣等债券,指信用评级甚低的企业所发行的债券。一般而言,国际信用评级在标准普尔公司BB级或穆迪公司Ba级以下的公司发行的债券属于垃圾债券。信用评级低的企业所发行的债券投资风险较高,需要以较高的息率吸引投资者认购。垃圾债券向投资者提供高于其他债务工具的利息收益,因此垃圾债券也被称为高收益债券。

股等。混合性融资是指通过兼具债务性融资和权益性融资特点的融资方式筹措收购所需的资金,融资工具主要有可转换债券、认股权证(warrant)等。

与其他收购方式相比,杠杆收购的融资模式明显不同。杠杆收购的融资模式以外部融资为主,内部融资所占比例较少;而在外部融资中又以债务性融资占绝大部分,并适当采用少量的混合性融资工具,一般不进行外部权益性融资。

国际通行的杠杆收购融资结构主要包括以下三个方面:(1)银行贷款(bank loan),即优先债(preferred band),约占收购资产的50%-70%,是主要由商业银行提供的以目标公司资产为抵押的贷款,其他非银行金融机构如企业集团财务公司、信托投资公司等也可部分参与其中。这一债务资金的供给者对目标公司的资产有优先受偿权,如果公司破产清算,可以优先从现金及资产出售的回款中受偿;相应地,这类贷款的利率相对较低。(2)夹层资本(Mezzanine Capital),主要是垃圾债券,也包括可转换债券、认股权证等融资工具,约占收购资金的20%-40%。这类融资在资产求偿权上从属于优先债,仅在优先债已经得到偿还后才能对其予以支付。夹层资本一般没有担保,主要债权人一般为保险公司、私募基金、养老基金等机构投资者。(3)股权资本(Equity Capital),是以普通股和优先股等融资工具形式提供的资本,以普通股为主,约占收购资金的10%-20%,供应者多为杠杆收购基金、公司管理层等收购方。股权资本的求偿权在杠杆收购融资体系中处于最下层的位置,是杠杆收购的核心资本。有了一定的股权资本才能保持对目标公司的控制权,并为交易的成功提供保障。^[6]上述融资比例不是固定不变的,它会随着市场的变化而改变。在杠杆收购达到高峰的20世纪80年代末,欧洲杠杆收购的杠杆比率(负债与自有资本的比率)一般在3-4倍;而在美国,杠杆收购中的杠杆比率往往达到9-10倍,甚至更高。^[7]这种融资结构导致企业负债率大幅度上升,如果企业盈利增加,由于每单位利润所支付的利息是固定的,那么每股收益会相应大幅度增加。之所以如此安排,是因为收购者不希望让他人过多地分享收购后产生的利润。杠杆收购融资结构见图2:

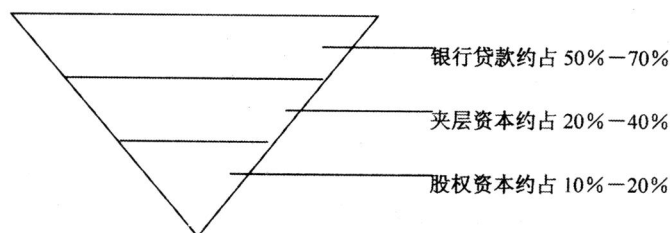


图2. 杠杆收购融资结构图

二、我国杠杆收购融资的法律困境

杠杆收购能否顺利进行并取得成功,关键在于是否能在资本市场上顺利融资。然而,在我国现行的金融管制政策和还不成熟的资本市场制度下,杠杆收购融资面临诸多的法律困境。

(一) 银行贷款融资的法律困境

银行贷款在国外的杠杆收购融资中占有绝对的比重,但这一融资模式在我国行不通。为防范金融风险,我国《贷款通则》第20条明确规定不得用贷款从事股本权益性投资,《股票发行与交易管理暂行条例》第43条也规定任何金融机构不得为股票交易提供贷款。在贷款审查方面,我国一直贯彻较为严格的原则,我国《商业银行法》第35条要求商业银行应当对借款人的借款用途、偿还能力、还款方式等情况进行严格审查。《贷款通则》第71条对借款人用贷款进行股本权益性投资规定了较重的法律责任。以上法律都阻碍了商业银行为企业并购重组等股权投资提供贷款。

为适应我国近年来日趋活跃的并购重组的需要,推动企业并购融资,2008年12月,银监会发布了《商业银行并购贷款风险管理指引》(简称《指引》),允许符合条件的商业银行开办并购贷款业务,这标志着银行贷款正式介入股权投资领域。该《指引》规定并购的资金来源中并购贷款最高可达50%,并购贷款的使用期限最长可达5年,这些规定有利于缓解并购中的资金制约因素,促进并购交易的进行。但该《指引》第22条关于并购贷款的基本条件却要求,“并购方与目标企业之间具有较高的产业相关度或战略相关性,并购方通过

并购能够获得目标企业的研发能力、关键技术与工艺、商标、特许权、供应或分销网络等战略性资源以提高其核心竞争能力。”很显然,产业资本实施的战略型收购可能会符合产业相关度或战略相关性的要求,而在金融资本实施的财务型收购中并购方与目标企业之间基本上不具有产业相关度或战略相关性。该条规定表明该《指引》只适用于产业资本实施的战略型收购,而不适用于金融资本实施的财务型收购。相对于以前银行不能为企业并购提供贷款来说,这固然已经前进了一大步,但是目前国际上主流的杠杆收购是由金融资本实施的财务型收购,其贷款融资问题依然没有从法律上得到解决。

(二)“过桥贷款”融资的法律困境

依据杠杆收购的原理,收购方是利用少量的自有资金和投资银行的“过桥贷款”完成收购的,并在完成收购后进行举债融资偿还“过桥贷款”。因此,收购方在收购过程中能否获得“过桥贷款”成为杠杆收购成功与否的关键。然而,我国现行法律对贷款权作了严格的限定,投资银行提供“过桥贷款”极为困难。

我国目前主要是由证券公司办理投资银行业务,除此之外,信托投资公司、金融投资公司、资产管理公司、财务咨询公司等机构也在一定程度上从事投资银行业务。但由于我国金融分业经营的限制,除了商业银行和信托投资公司等少数金融机构能提供商业贷款之外,证券公司、保险公司等大多数非银行金融机构不能从事贷款业务。^[8]我国《贷款规则》第61条也明确规定企业之间不得违反国家规定办理借贷或者变相借贷融资业务。由于主要从事投资银行业务的证券公司不能从事贷款业务,收购方也不能向其他企业贷款,杠杆收购中的“过桥贷款”难以获得,杠杆收购难以顺利进行。

(三)债券融资的法律困境

债券是杠杆收购资金的重要来源。从美国杠杆收购的演变史可以清楚地看到,杠杆收购市场与次级债务市场(或高风险债务市场)特别是垃圾债券市场密不可分,互为依存。次级债券市场的红火也是杠杆收购最兴旺的时候;而90年代起垃圾债券市场的迅速衰退也导致杠杆收购市场的萎靡不振。^[9]

根据我国《公司法》、《证券法》的规定,目前我国境内用于筹资的债券主要有三类:短期融资券、可转换公司债券和一般公司债券。各类债券的性质不同,其发行条件、适用的法律也不相同。

对于短期融资券,2008年中国人民银行颁布了《银行间债券市场非金融企业债务融资工具管理办法》、《银行间债券市场非金融企业短期融资券业务指引》、《银行间债券市场非金融企业债务融资工具发行注册规则》和《银行间债券市场非金融企业债务融资工具中介服务规则》,并废止了2005年颁布的《短期融资券管理办法》、《短期融资券承销规程》和《短期融资券信息披露规程》。根据2008年颁布的最新规定,短期融资券必须在1年内还本付息;短期融资券待偿还余额不得超过企业净资产的40%;企业发行短期融资券所募集的资金应用于企业生产经营活动,并在发行文件中明确披露具体资金用途;企业在短期融资券存续期内变更募集资金用途应提前披露。由此可见,短期融资券融资期限短,融资数额有限,并且只能用于生产经营,不能随意改变用途,并不适合做杠杆收购的融资工具。

可转换债券虽然也是一种债券融资方式,但根据我国《公司法》、《证券法》的规定,只有符合条件的上市公司才有资格发行可转换债券,非上市公司没有发行可转换债券的权限。因此,对一般的中小企业来说,可转换债券并非一种有效的融资方式。由于杠杆并购是一种“以小博大”的收购方式,收购方大多是非上市公司,难以通过发行可转换债券的方式筹措收购资金。尽管很多目标公司是上市公司,符合发行可转换债券的条件,但其在被杠杆收购之后基本上都会被下市,收购方通过目标公司发行可转换债券融资也不切实际。

除了短期融资券和可转换债券之外,我国现行法律关于发行一般公司债券的内容主要规定在《公司法》、《证券法》、《企业债券管理条例》、《公司债券发行试点办法》等法律中。我国《证券法》第16条对公司发行债券的条件作了较严格的规定,具体分析如下:(1)净资产的限制。第16条规定,公开发行公司债券,股份有限公司和有限责任公司净资产分别不能低于6000万元和3000万元。尽管杠杆收购需要较多的资金,但是要

收购可以分为战略型收购和财务型收购。战略型收购是由产业资本实施的收购,其主要是出于企业战略发展的需要,致力于完善产业链,开发企业潜力,提高劳动生产率,增强企业综合竞争实力,最终达到盈利。财务型收购是由金融资本实施的收购,其把目标企业当作一件可以立即出售的商品,收购者侧重于资产重组,他们购买企业并不是为了生产,而是通过对企业进行资产、财务、税务及法律等方面的重新组合,设计出一个为资本市场所接受的新企业,从而改变资源配置效率而产生新的利润。相对于战略型收购来说,财务型收购更倾向于采用高杠杆化的方式来运作,以实现“以小博大”的目的。目前,国际上盛行的杠杆收购基本上是由金融资本实施的财务型收购。

从事收购的“壳公司”达到净资产 6000 万和 3000 万并不容易,这种限制会将很多中小企业关在公司债券的门外。(2) 累计债券余额的限制。第 16 条规定,公司发行债券,其累计债券余额不超过公司净资产的 40%。该规定对公司发行债券的上限作了限定,这会严重地限制债券在杠杆收购中的比重。(3) 赢利能力的限制。第 16 条规定发债公司最近三年平均可分配利润足以支付公司债券一年的利息。由于杠杆收购的发债主体是收购方临时组建的“壳公司”,并非一般意义上的经营性公司,基本上不能满足三年赢利要求,必然会阻碍杠杆收购的进行。(4) 债券筹集资金用途的限制。第 16 条规定债券筹集的资金投向应符合国家产业政策,而《企业债券管理条例》对企业债券筹集资金的用途作了更明确的限制,《企业债券管理条例》第 20 条规定企业发行债券所筹集资金不得用于房地产买卖、股票买卖和期货交易等与本企业生产经营无关的风险性投资。由于杠杆收购通常会涉及股权交易,这条规定限制了企业为收购而发行债券融资。(5) 债券利率的限制。第 16 条明确规定债券的利率不超过国务院限定的利率水平,我国《企业债券管理条例》第 18 条对国务院限定的利率水平作出了明确的规定,要求企业债券的利率不得高于银行同期居民储蓄定期存款利率的 40%。垃圾债券之所以大受欢迎,与其高利率有着密切的联系。我国法律对债券利率的限定必然使垃圾债券不具有吸引力,难以发挥筹资的功能。此外,2007 年证监会颁布的《公司债券发行试点办法》在《证券法》的基础上,进一步要求公司债券的发行须“经资信评级机构评级,债券信用级别良好”。从西方国家的经验来看,垃圾债券的信用级别应在投资级以下,《公司债券发行试点办法》对债券信用级别的要求会阻碍垃圾债券的发行。信用评级在债券融资过程中发挥着至关重要的中介作用,甚至可以说没有信用评级制度就没有垃圾债券市场,我国目前还没有完善的信用评级制度,这也大大制约了垃圾债券的发行。

综上所述,在我国现行法律框架下,试图通过发行债券特别是垃圾债券进行杠杆收购几乎行不通。

(四) 优先股和认股权证融资的法律困境

优先股作为一种融资工具,在西方国家公司融资中具有重要的作用。但我国《公司法》、《证券法》却没有规定优先股。2005 年修改前的《公司法》第 130 条规定公司股份必须同股同权、同股同利,这完全排斥了优先股在我国存在的可能性。新《公司法》第 127 条将此条修改为:“股份的发行,实行公平、公正的原则,同种类的每一股份应当具有同等权利;同次发行的同种类股票,每股的发行条件和价格应当相同;任何单位或者个人所认购的股份,每股应当支付相同价额。”第 132 条规定:“国务院可以对公司发行本法规定以外的其他种类的股份,另行做出规定。”从相关条款的修改来看,新《公司法》已经为优先股的设立留下了空间。但在国务院对优先股作出具体规定之前,优先股的发行无法可依,尚不能作为融资的渠道。

认股权证简称权证,其作为一种金融衍生工具,尽管在资本市场上并非融资的首选,但也不失为融资的重要方式之一。权证可分为股本权证和备兑权证。我国《证券法》与《公司法》并未对权证做出明确规定,目前关于权证的法律依据主要是沪深交易所于 2005 年颁布的《权证管理暂行办法》。根据《权证管理暂行办法》的规定,股本权证主要包括 IPO 权证、配股权证和增发权证,其中, IPO 权证发行人为新股首次发行并得到证监会核准的公司,配股或增发权证发行人为配股、增发申请得到证监会核准的上市公司。备兑权证是由标的证券发行人之外的第三方金融机构发行,这些金融机构或是持有大量的标的证券以供投资者到期行权,或是拥有雄厚的资金实力作为担保,能够依照衍生权证所列的条款向投资者履行约定并承担责任。^[10]由此来看,权证主要适用于上市公司,一般公司并不具备发行权证的资格,杠杆收购方通过发行认股权证筹集收购资金并不具有可行性。

三、我国杠杆收购融资的出路

我国杠杆收购融资陷入法律困境,从根本上说是由我国金融市场的发展状况决定的。由于我国金融市场发展很不成熟,出于防范金融风险的考虑,我国实行了金融分业经营体制,银行、保险、证券、信托等金融业务被人为地割裂开来。与此相对应,各项法律都是在出于从严管制金融市场的考虑下制定的。在此背景下,法律对资本市场的投资融资活动设置了种种限制,例如,银行、保险资金不能从事杠杆收购等资本市场业务,证券公司不能从事贷款业务。而且,由于我国正处于市场经济发展的转型期,各项法律基本上是成熟一个制定一个,法律之间往往缺乏系统性、协调性,很多法律刚刚制定出来就滞后于市场发展的需要,甚至很多法律之间相互冲突;而法律自身的特性又决定了其废、改、立需要一个较为漫长的过程,因此,我国转型期的这种

矛盾和问题将会长期存在,杠杆收购融资的法律困境不可能一蹴而就得到解决。面对这种现状,必须从短期和长远两个方向来探寻我国杠杆收购融资的出路。就短期来说,杠杆收购融资的出路在于如何在现有的法律框架下寻求变通措施;而从长远来看,杠杆收购融资的出路则在于完善我国的融资法律制度。

(一) 现有法律框架下的变通措施

1. 借道信托融资。2001年4月《信托法》颁布,2007年1月银监会颁布了《信托公司管理办法》和《信托公司集合资金信托计划管理办法》,并废止了2002年制定的《信托投资公司管理办法》和《信托投资公司资金信托管理暂行办法》,我国信托法律制度日趋完善。信托法的完善为信托收购融资提供了制度保证。根据《信托公司管理办法》第19条和第20条的规定,信托公司可以运用信托财产和自有财产办理贷款和投资业务,这为信托业参与杠杆收购融资提供了千载难逢的机会。^[11]

信托公司参与杠杆收购融资主要有以下两种运作模式:一是提供贷款模式,即信托公司以自有资金或发行信托计划筹集的资金为收购方提供贷款融资,既可以是提供长期贷款,也可以是提供“过桥贷款”。收购者用完成收购后的股权分红和转让股权收益支付利息和偿还本金。为降低信托公司的风险,收购方可将股权质押给信托公司,当收购方不能按时还本付息时,信托公司可将质押的股权变现。第二种模式是信托公司与收购方约定以自己的名义收购目标公司的股权,收购方承诺在未来某个时候回购信托公司持有的股份。在这种模式中,信托公司可以通过股权分红和买卖差价获利。为降低风险,信托公司可以要求收购方将部分股权予以质押,若到时收购方不能回购股份,质押的股权归信托公司所有。

由于信托公司可以专门为杠杆收购发行信托计划筹集大量的社会闲散资金,所融资金完全可以保证杠杆收购融资的需要。而且,信托融资没有投资比例的限制,信托财产的独立性降低了杠杆收购的风险,信托模式也可以避免双重征税问题。因此,在我国银行贷款和发行债券受到严格限制难以为杠杆收购提供融资的情况下,信托融资成为解决杠杆收购资金不足的一条重要渠道。

2. 联合收购融资。在收购方资金有限,而又难以通过债务融资工具筹措资金的情况下,可以尝试扩大权益融资的比例。权益融资工具主要包括普通股和优先股。发行优先股可以避免和新投资者一起分享盈余与控制权,保留未来更多的潜在利润,因此,在权益融资中,收购方更倾向于发行优先股,而将普通股融资留给自己或与管理层共同享有。但我国现行《公司法》、《证券法》尚不允许发行优先股,所以这种融资方式无法应用。一条可行的变通措施就是采取联合收购融资模式,即由收购方联合私募股权基金、投资公司等市场主体共同收购目标公司的股权,收购方与其他投资方事先约定一个期权协议,在未来某个时间由收购方按约定价格回购其他投资方持有的那部分股权,其他投资方从股权增值中获取收益。为了控制回购风险,其他投资方可以要求收购方将持有的股权一部分质押在其手中,一旦回购不成功,这部分质押股权将无偿划归其他投资方。这样,即使不能实现回购,私募股权基金、投资公司等其他投资方可以藉此成为目标公司股东。在联合收购融资模式中,收购方与其他投资方享有的权利和承担的义务并不一样,收购方承担更大的风险也享受更大的收益,而收购方将股权质押给其他投资方,其他投资方的风险较小,在收购方正常回购股权的情况下,其他投资方只能享受固定的收益,就此来说,其他投资方享有的权利更类似于优先股,但又不同于优先股。

这种杠杆收购融资模式借鉴于国际私募股权投资领域。在国际私募股权投资中,一些大型的投资项目所需资金庞大,出于融资或分散风险的考虑,私募股权基金在投资过程中常常联合其他投资者共同投资。例如,2002年底,国际金融巨头摩根士丹利联合英联和鼎晖创投共同投资入主蒙牛乳业;再如,2005年5月,高盛、龙科、英联、法国Natexis、台湾Bestmanage和西班牙普凯共同投资无锡尚德,都是私募股权投资中典型的联合投资模式。只不过,在这些私募股权投资中,各私募股权基金是共同投资获取收益,彼此之间并没有后续的回购约定。本文所述的联合收购融资模式是对国际私募股权投资的融资模式的改造。在联合收购融资中,收购方是杠杆收购的牵头者,其他参与投资方并不占主导地位,尽管其他参与方也是从股权转让增值中获益,但其主要目的仍是为收购方提供资金,在适当的时机由收购方回购其持有的股份。

3. 个人自筹融资。个人自筹融资包括多种方式,既有依靠个人财富积累所获得的资金,也有个人通过民间借贷向他方融资获得的资金。相对于现代发达的资本市场筹资来说,个人自筹融资是一种较为原始、落后的融资方式。尽管这种融资方式有诸多的局限,但在我国现有的政策和法制下,民间借贷较为发达,个人自筹仍不失为一种融资渠道。个人自筹融资的缺陷主要是其与收购者的个人信用高度相关,而且融资金额有

限,很多筹资条件苛刻,债务成本很高。从法律的角度来说,个人自筹融资有两个问题需要注意:一是借款利率的问题。最高人民法院1991年发布的《关于人民法院审理借贷案件的若干意见》规定民间借贷的利率最高不得超过银行同类贷款利率的4倍,超出部分的利息不予保护。而此类借贷对利率的要求比较高,在实践中借、贷双方都会比较谨慎。二是可能存在非法集资或非法吸收公众存款的风险。^[12]我国《刑法》、《证券法》等严禁非法集资和非法吸收公众存款,而非法集资或非法吸收公众存款与民间融资的界限往往难以区分。近年来,我国很多民间融资因构成非法集资或非法吸收公众存款而遭到取缔,这是在自筹融资时需要引起高度注意的。

(二) 完善杠杆收购融资法律制度

1. 放松杠杆收购贷款融资的限制。基于银行贷款在杠杆收购融资中的重要地位,要摆脱我国杠杆收购贷款融资的困境,亟需修改和补充我国现行的贷款立法,允许商业银行贷款用于股本权益性投资,为杠杆收购提供贷款服务。为此,现行的《商业银行法》、《贷款通则》、《股票发行与交易管理暂行条例》等法律中禁止贷款从事股本权益性投资的规定都应该予以修改。而这种修法牵涉到整个分业经营体制改革的问题,因此,修法不可能一蹴而就,在相关法律得到正式修改之前,可以尝试制定特别规定允许商业银行开办杠杆收购贷款融资业务。这可以通过修订2008年银监会发布的《指引》来实现。《指引》虽然允许银行贷款介入股权投资领域,但其关于“并购方与目标企业之间具有较高的产业相关度或战略相关性”的规定使并购贷款难以适用于金融资本实施的杠杆收购。因此,修改《指引》,取消“并购方与目标企业之间具有较高的产业相关度或战略相关性”的规定,允许商业银行为杠杆收购提供贷款服务,则可以解除我国杠杆收购的贷款融资困境。

2. 允许证券公司为杠杆收购提供“过桥贷款”。鉴于投资银行提供“过桥贷款”在杠杆收购中的关键作用,我国应修改相关立法,允许证券公司等投资银行提供“过桥贷款”业务。我国证券公司不能提供“过桥贷款”根源于我国的金融分业经营的限制,要改变证券公司不能提供“过桥贷款”的现状,必须改变我国现行的分业经营原则。鉴于从分业经营向混业经营的转变需要不断地修改现行的金融法律,这将是一个浩大的系统工程。在相关法律得到修改之前,可以由国务院先行制定行政法规允许证券公司为并购重组提供短期贷款,借此解决杠杆收购的“过桥贷款”融资问题。

3. 放松债券发行的限制。企业债券作为一种重要的融资工具,在成熟资本市场中的地位与作用远高于股票。由于我国过于严格的发行管制,使得只有极少数资质好、且不缺乏资金来源渠道的大型企业才能发行债券,一般企业的融资需求无法得到满足,新《证券法》对企业发行债券的这种限制仍未消除,导致我国企业债券市场规模严重滞后。^[13]针对杠杆收购融资的需要以及整个资本市场融资工具平衡发展的考量,我国应放宽债券发行的法律限制。具体而言,应修改我国《公司法》、《证券法》关于债券发行条件的规定,适当降低公司发行债券时的净资产要求,提高对累计债券发行总额占公司净资产的比例,改变原债券利率的限制性规定,实施债券利率的市场化管理,允许发行垃圾债券,允许非上市公司发行可转换债券。此外,应积极培育我国的信用评级机构,完善信用评级制度,为垃圾债券的发行奠定基础。

4. 放松优先股融资的限制。优先股是介于普通股和债券之间的一种融资工具,发行优先股既可以使企业获得资金,又无需像债券一样还本付息,而且优先股不像普通股那样享有表决权,可以避免发行普通股融资所引起的股权稀释。优先股的这种特性使其在杠杆收购中具有独特的功用,通过发行优先股融资收购目标公司的股权,既能够达到杠杆收购的目的,又避免了因收购扩大股份而丧失或削弱原来的控股权。^[14]因此,修改现行立法,完善优先股制度对我国杠杆收购有重要意义。2005年新修改的《公司法》授权国务院对普通股以外的其他种类股份另作规定,在立法上为优先股的设立提供了依据,据此,国务院可以制定优先股的相关规定及实施细则,为我国优先股的发行提供可行性。由于优先股是一种与普通股相对应的股份分类,是公司融资的基本工具,在《公司法》、《证券法》中确立优先股的地位尤为重要,所以,从长远来看,应修改我国《公司法》、《证券法》,增加优先股的一般规则条款以明确优先股的概念与特征,并在此条款的统领下添加一系列关于实现优先股制度优先权益的特别规定。

5. 完善机构投资者立法,培育机构投资者。从国外杠杆收购来看,其融资主要来源于资本市场上的机构投资者,包括私募股权基金、投资银行、养老基金、共同基金、保险公司等,它们通过认购、转让收购方发行的普通股、优先股、垃圾债券、认股权证等融资工具参与到杠杆收购中来,成为杠杆收购融资的重要支柱。

我国资本市场经过多年发展,已经逐步培育出证券投资基金、证券公司、保险公司、社保基金等机构投资者,但目前立法的限制仍较多,如我国的证券投资基金只能在二级市场从事证券投资,不能从事私募股权投资;我国的保险公司、社保基金仍只允许以小部分投资于证券市场,尚不允许从事私募股权投资。为促进资本市场发展,为杠杆收购融资奠定基础,仍需完善机构投资者立法,大力培育机构投资者。目前,首要的是加快《私募股权基金法》的立法进程,对私募股权基金的组织形式、投资者资格、投资者人数、募集方式、信息披露等作出明确规定,为我国私募股权基金尤其是杠杆收购基金的规范发展提供法律保障,尽快在我国资本市场上培育出一批专门从事杠杆收购活动的收购基金。其次,进一步完善证券公司、保险公司、社保基金等机构投资者参与杠杆收购融资的法律制度,为机构投资者参与杠杆收购融资扫清法律障碍。

参考文献:

- [1]刘凯. 杠杆收购的本土化研究[J]. 西南政法大学学报, 2007(3): 40 - 45.
- [2]马华波. 杠杆收购在我国企业并购活动中的适用性及风险分析[D]. 北京化工大学, 2005: 11.
- [3]吴伟央, 刘燕. 公司并购法律实务[M]. 北京: 法律出版社, 2007: 54.
- [4]贾立. 杠杆收购: 并购融资创新路径探讨[J]. 理论探讨, 2006(3): 69 - 71.
- [5]肖金泉, 关景欣, 张婷. 企业并购的法律风险控制[M]. 北京: 中国民主法制出版社, 2007: 104.
- [6]陈亚萍. 我国企业杠杆收购的融资结构研究[D]. 苏州大学, 2008: 14 - 15.
- [7]武晓霞. 杠杆收购理论及其应用研究[D]. 华北电力大学, 2007: 8.
- [8]李胜. 我国应用杠杆收购的障碍分析[J]. 当代经济, 2007(7): 61.
- [9]刘向伟. 论杠杆收购的条件及其在我国实施的障碍[J]. 前沿, 2004(7): 40 - 43.
- [10]吕国栋. 认股权证市场的法律规制研究[D]. 北京交通大学, 2008: 39.
- [11]陈亚萍. 我国企业杠杆收购的融资结构研究[D]. 苏州大学, 2008: 34.
- [12]蒋星辉. 管理层收购融资法律制度研究[J]. 法律适用, 2009(1): 28 - 41.
- [13]王欣. 我国管理层收购的融资途径比较[D]. 天津财经大学, 2008: 33.
- [14]袁媛. 优先股制度研究[D]. 复旦大学, 2008: 30 - 31.